

绿城管理控股

(09979.HK)

2023年08月02日

投资评级：买入（维持）

日期	2023/8/1
当前股价(港元)	6.470
一年最高最低(港元)	7.970/4.190
总市值(亿港元)	130.05
流通市值(亿港元)	130.05
总股本(亿股)	20.10
流通港股(亿股)	20.10
近3个月换手率(%)	8.86

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《合约项目总建面破亿，代建行业龙头地位稳固——港股公司信息更新报告》-2023.3.21

《空间广阔，模式优秀，引领代建行业发展——港股公司首次覆盖报告》-2022.8.8

营收利润稳步增长，持续引领代建行业

——港股公司信息更新报告

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

● 代建行业龙头地位稳固，维持“买入”评级

绿城管理控股发布2023年中期业绩，公司作为代建行业引领者，保持20%以上代建市场份额，我们认为公司依托规范化的代建体系、不断增长的签约规模和良好的品牌溢价能力，将在代建红海竞争中稳步发展。我们维持盈利预测，预计2023-2025年绿城管理控股归母净利润分别为9.29、11.36、13.25亿元，对应EPS分别为0.46、0.57、0.66元，当前股价对应P/E估值分别为12.8、10.5、9.0倍，维持“买入”评级。

● 营收利润保持增长，商业代建增速较快

2023年上半年公司实现持续经营收入15.49亿元，同比增长23.1%。分业务板块来看，政府代建和其他业务收入分别为10.6、4.0和0.9亿元，其中商业代建业务同比增长39.2%，公司积极参与纾困类、城投托底类项目的代建，收入仍以商业代建为主。2023年上半年公司实现归母净利润4.74亿元，同比增长31.3%，毛利率和净利率分别提升至52.0%和29.8%，主要源于公司优化绩效考核和薪酬体系，成本管控能力持续提升。分业务板块来看，商业代建、政府代建和其他业务毛利率分别为51.5%、44.8%和90.7%，较2022年同期均有所提升。

● 新拓面积稳步增长，主要经济区货值占比较高

公司不断拓展主要经济区域的项目，截至2023年6月末合约项目总建面113.6百万方，同比增长20.4%，其中商业代建面积81.7百万方，占比71.9%；在建面积49.1百万方，同比增长9.6%。2023H1公司新拓合约面积17.3百万方，同比增长30.6%，其中政府类业务、国企委托方及金融机构业务占比达79.9%；新拓项目代建费预估51.2亿元，对应代建均价为296元/平米，代建均价保持相对稳定。全国化布局下，公司在主要经济区合约项目可售货值达6303亿元，占整体可售货值的76.6%，其中长三角区域占比32.3%，环渤海和京津冀区域占比24.5%，珠三角区域占比14.7%，成渝城市群占比5.1%，整体货值结构较优质。

● **风险提示：**房地产行业发展不及预期、行业竞争加剧、项目拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,243	2,656	3,381	4,209	5,093
YOY(%)	23.7	18.4	27.3	24.5	21.0
净利润(百万元)	565	745	929	1,136	1,325
YOY(%)	31.9	31.7	24.8	22.2	16.7
毛利率(%)	46.4	52.3	53.2	52.7	52.0
净利率(%)	25.4	27.7	27.5	27.0	26.0
ROE(%)	16.9	19.9	22.6	25.1	26.6
EPS(摊薄/元)	0.28	0.37	0.46	0.57	0.66
P/E(倍)	21.0	16.0	12.8	10.5	9.0
P/B(倍)	3.6	3.2	2.9	2.6	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所（截至2023年8月1日，汇率1港币=0.91人民币）

目 录

1、 营收利润保持增长，商业代建增速较快.....	3
2、 新拓面积稳步增长，主要经济区货值占比较高.....	4
3、 盈利预测与投资建议.....	5
4、 风险提示.....	5

图表目录

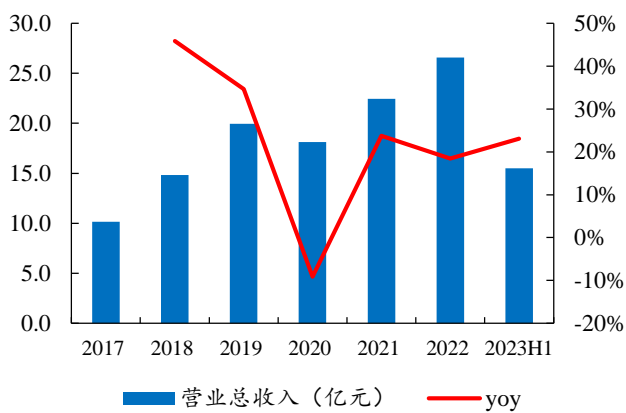
图 1： 公司 2023H1 年营收同比增长 23.1%	3
图 2： 公司商业代建业务仍为主要收入来源.....	3
图 3： 公司 2023H1 年归母净利润同比增长 31.3%	3
图 4： 公司 2023H1 年毛利率和净利率同比均有提升.....	3
图 5： 公司 2023H1 年政府代建业务毛利率提升明显.....	4
图 6： 公司截至 2023H1 总合约面积同比增长 20.4%	4
图 7： 公司 2023H1 总合约面积中商业代建占比 71.9%	4
图 8： 2023H1 年公司在建面积同比增长 9.6%	5
图 9： 2023H1 公司代建均价保持相对稳定.....	5

1、营收利润保持增长，商业代建增速较快

绿城管理控股是中国代建第一股，也是代建行业引领者，连续七年蝉联中国代建行业第一，保持 20% 以上代建市场份额。截至 2023 年 6 月末，公司业务布局全国 28 各省市及自治区的 123 城，保持了稳定且良好的发展态势。

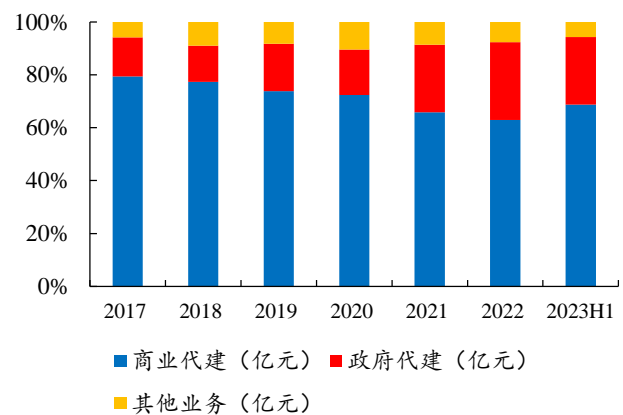
2023 年上半年公司实现持续经营收入 15.49 亿元，同比增长 23.1%。分业务板块来看，商业代建、政府代建和其他业务收入分别为 10.6、4.0 和 0.9 亿元，其中商业代建业务同比增长 39.2%，得益于行业下行期国企、城投和金融机构等委托方业务增长，公司积极参与纾困类、城投托底类项目的代建，收入仍以商业代建为主。在保障房建设需求的释放过程中，公司政府代建业务仍保持增长。

图1：公司 2023H1 年营收同比增长 23.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

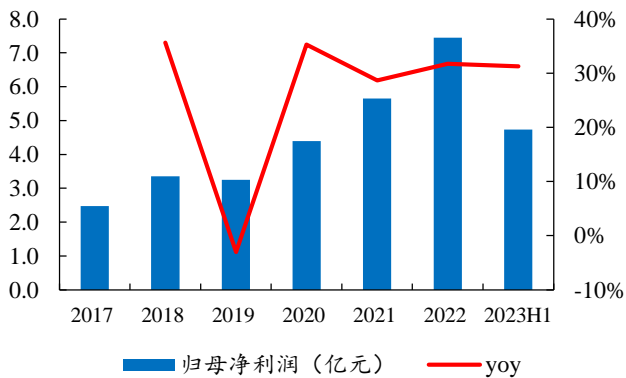
图2：公司商业代建业务仍为主要收入来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

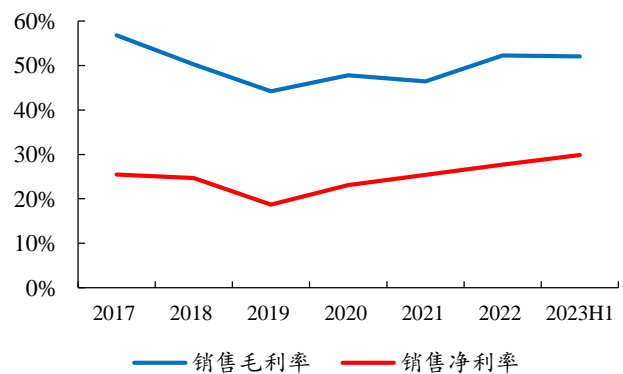
2023 年上半年公司实现归母净利润 4.74 亿元，同比增长 31.3%，毛利率和净利率分别提升 1.6 和 0.8 个百分点至 52.0% 和 29.8%，主要源于公司优化绩效考核和薪酬体系，成本管控能力持续提升。分业务板块来看，商业代建、政府代建和其他业务毛利率分别为 51.5%、44.8% 和 90.7%，较 2022 年同期均有所提升。

图3：公司 2023H1 年归母净利润同比增长 31.3%

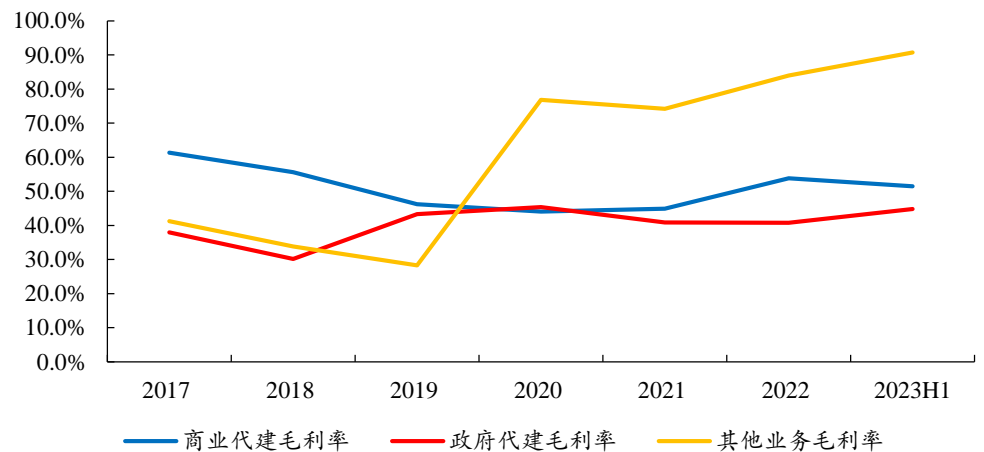


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司 2023H1 年毛利率和净利率同比均有提升



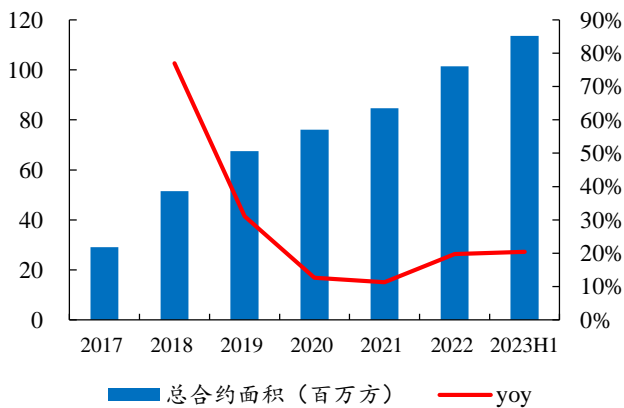
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司 2023H1 年政府代建业务毛利率提升明显


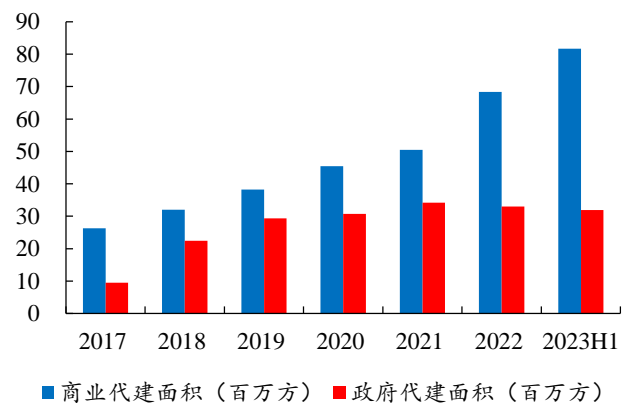
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、新拓面积稳步增长，主要经济区货值占比较高

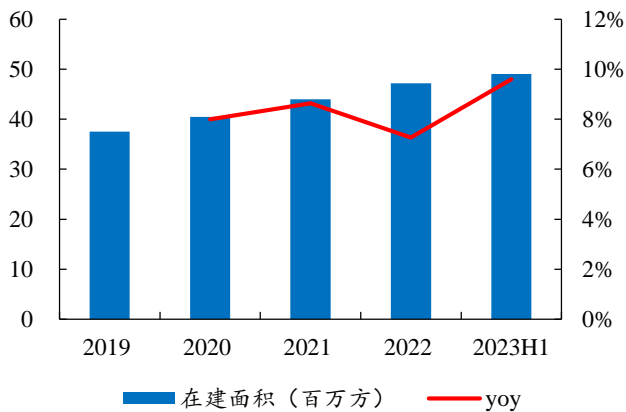
公司不断拓展主要经济区域的项目，截至 2023 年 6 月末合约项目总建面 113.6 百万方，同比增长 20.4%，其中商业代建面积 81.7 百万方，占比 71.9%；在建面积 49.1 百万方，同比增长 9.6%。2023H1 公司新拓合约面积 17.3 百万方，同比增长 30.6%，其中政府类业务、国企委托方及金融机构业务占比达 79.9%；新拓项目代建费预估 51.2 亿元，对应代建均价为 296 元/平米，代建均价保持相对稳定。

图6：公司截至 2023H1 总合约面积同比增长 20.4%


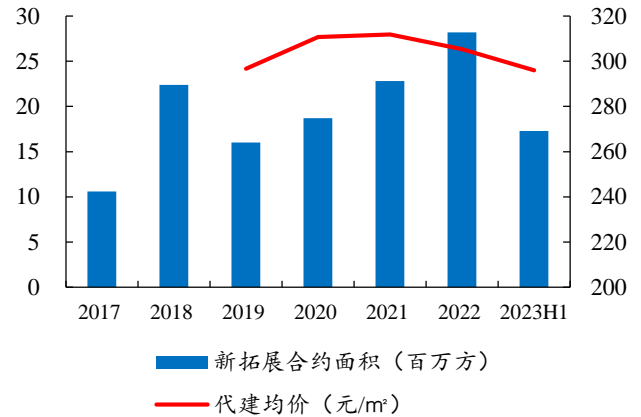
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：公司 2023H1 总合约面积中商业代建占比 71.9%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2023H1 年公司在建面积同比增长 9.6%


数据来源：公司中期业绩发布会资料、开源证券研究所

图9：2023H1 公司代建均价保持相对稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

全国化布局下，公司在主要经济区（环渤海、京津冀、长三角、珠三角、成渝城市群）合约项目可售货值达 6303 亿元，占整体可售货值的 76.6%，其中长三角区域占比 32.3%，环渤海和京津冀区域占比 24.5%，珠三角区域占比 14.7%，成渝城市群占比 5.1%。

3、盈利预测与投资建议

在房地产行业下行期，地方城投和金融机构逐渐成为市场主体释放商业代建需求，同时城市更新、保障性租赁住房政策释放政府代建需求。绿城管理控股作为代建行业引领者，保持 20% 以上代建市场份额，我们认为公司依托规范化的代建体系、不断增长的签约规模和良好的品牌溢价能力，将在代建红海竞争中稳步发展。我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年绿城管理控股归母净利润分别为 9.29、11.36、13.25 亿元，对应 EPS 分别为 0.46、0.57、0.66 元，当前股价对应 P/E 估值分别为 12.8、10.5、9.0 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

房地产行业发展不及预期、行业竞争加剧、项目拓展不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn